

LE POINT SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE & PERSPECTIVES 2022

31 décembre 2021 / Auteurs >> **Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT**, Analysts & Fund Managers

Beta, Gamma, Delta, Mu, Omicron, ou comment comprendre rapidement que l'année écoulée a essentiellement tourné autour d'un même sujet. En effet, sans surprise aucune, 2021 aura été jalonnée d'une succession de nouvelles sur la pandémie de Coronavirus.

La bonne nouvelle est la campagne de vaccination mondiale qui s'est enclenchée en début d'année et qui a permis de protéger une grande partie de la planète, et ce en un temps record. Pfizer, BioNTech, Moderna, AstraZeneca, sociétés méconnues du grand public il y a encore trois ans, sont dorénavant des pièces maîtresses de notre société.

Source d'espoir mais également propice à des soulèvements populaires, la vaccination massive s'est apparentée à une cause de fracture dans le débat public lors de l'année écoulée. Certains imposant la vaccination, d'autres lui conditionnant l'accès à certaines activités, la crise sanitaire s'est peu à peu transformée en une crise sociale.

Les doses de rappel, l'apparition de nouveaux variants (comme Omicron en fin d'année) douchent les espoirs de ceux qui anticipaient une sortie de crise simple et rapide. Mais comme on le voit en Afrique du Sud, les pays moins vaccinés (essentiellement émergents) constituent une source potentielle d'émergence de nouvelles souches, ce qui relance la question de l'égalité vaccinale à travers le monde. En Afrique mais également dans certaines parties d'Amérique latine, la campagne de vaccination continue à piétiner essentiellement du fait de manque d'approvisionnement.

En Asie et Océanie, des retards sur la vaccination ont été visibles car la stratégie zéro Covid a longtemps été considérée comme l'arme principale. L'apparition de Delta puis d'Omicron, très contagieux, semblent sonner le glas de cette approche. Seule la Chine et Hong Kong continuent sur cette lignée alors que l'Australie vient tout juste d'abandonner l'idée.

2021 DANS LE RÉTROVISEUR

L'interrogation sanitaire engendre bien entendu une incertitude économique, et ce même si la croissance mondiale devrait être de 5,8% en 2021 (après -3,1% en 2020). Cependant, plusieurs points d'interrogation subsistent, à commencer par **l'inflation**, annoncée comme transitoire par les **banques centrales**, mais qui s'est finalement avérée être plus présente. Ceci a incité la Réserve fédérale américaine à raviver le spectre du resserrement monétaire. Les hausses des prix dans les matières premières, l'explosion des coûts de fret, les pressions salariales, les confinements en Asie mais également les pénuries diverses ont entraîné une des plus grosses hausses d'inflation annuelle des 20 dernières années (avec des bases comparables certes très faibles).

Les **pénuries** sont d'ailleurs amenées à se poursuivre notamment dans le secteur électronique et plus particulièrement des semi-conducteurs. L'explosion de la demande d'objets connectés en 2020 mais également les arrêts de production sont difficiles à rattraper pour les spécialistes de ces puces ô combien stratégiques. C'est en Asie et plus particulièrement en Corée du Sud et à Taiwan que tout se joue actuellement. Cette situation est d'ailleurs très difficile à vivre pour les pays occidentaux, qui se rendent compte de leur dépendance à l'Asie.

D'ailleurs, **Joe Biden** capitalise sur ce sujet pour continuer ce que Donald Trump avait entamé, à savoir une confrontation avec la Chine. Le Président démocrate, que l'on pensait plus enclin à apaiser les tensions avec

Xi Jinping, continue au contraire d'accentuer la pression sur son homologue chinois, que cela soit sur les échanges commerciaux ou sur le volet militaire.

Ces deux protagonistes ont d'ailleurs fort à faire dans leurs pays respectifs. Joe Biden a notamment passé une grande partie de l'année à négocier un **plan de relance de 1.200 milliards de dollars** pour les infrastructures. D'autres pourraient suivre mais vu les embûches rencontrées dans les négociations, rien n'est sûr.

En Chine, **Xi Jinping** continue de faire face aux critiques de la communauté internationale sur la gestion de la crise du Covid. Cependant, c'est bien sur ses propres fleurons que le gouvernement chinois a décidé d'agir en imposant une succession de nouvelles **règlementations** très restrictives. Tencent, Alibaba, JD.Com, Meituan, toutes ces sociétés aux business models les plus « occidentalisés » ont été fortement malmenées. Que dire des sociétés dans l'éducation dont l'activité a été réduite à néant par des prises de décisions drastiques.

Au milieu du gué, on retrouve **l'Europe** qui, pour la première fois de son histoire, a réussi à financer un plan de relance (750 milliards d'euros) basé sur une mutualisation de la dette entre les pays membres sous l'impulsion du couple franco-allemand. Par ailleurs, 2021 aura marqué la fin du mandat d'Angela Merkel, qui clôtura 16 ans de loyaux services à la tête de l'Allemagne. L'ex Chancelière est et restera l'une des grandes protagonistes de l'expansion européenne.

Les plans de relance européen et américain ont clairement plu aux **marchés financiers**, en particulier dans un contexte de politique monétaire toujours accommodant. La preuve en est donnée par le **MSCI World** qui a grimpé cette année de 20,14% en USD. Cette performance somme toute impressionnante est à relativiser tant la pondération des FANG et leur contribution à la performance est importante. Néanmoins, oui, l'année 2021 fut un bon cru sur les marchés d'actions.

Certains secteurs ont une nouvelle fois tiré leur épingle du jeu, à commencer par celui des **semi-conducteurs**. L'indice SOX de référence pour ce marché est en hausse de 41,2% sur l'année en USD. Cependant, certains acteurs comme ASM International (+116,0%), ASML (+77,8%), Nvidia (+125,3% en USD), Lasertec (+191,4% en JPY) affichent des performances absolument stratosphériques, surfant sur des résultats de très bonne qualité et leurs rôles systémiques.

Les **résultats des sociétés** ont d'ailleurs été le carburant des marchés financiers, et ce pour différents secteurs. Même les sociétés impactées par diverses pénuries ou par la hausse des prix des matières premières affichent toujours un ton très positif. Stellantis en est peut-être le parfait exemple alors

que le groupe doit faire face à la pénurie de semi-conducteurs mais également à une hausse des prix inédites dans sa chaîne de valeur. Les volumes produits n'ont jamais été aussi faibles et pourtant les résultats sont toujours excellents. La capacité d'adaptation des sociétés pendant cette année a encore été le maître-mot.

Il n'en reste pas moins que les plus grands gagnants de cette année sont une nouvelle fois le S&P 500 et le Nasdaq, qui progressent respectivement de 26,9% et 21,4% en USD. En Europe, le CAC 40 est l'indice qui se rapproche le plus des performances américaines, bien aidé par plusieurs industrielles « ESG-friendly », mais également les valeurs du luxe et quelques bancaires.

Enfin, notons que les **marchés émergents** et plus particulièrement la Chine sont les grands perdants de cette année calendaire pour les raisons déjà mentionnées plus haut. Le Hang Seng Tech est en baisse de 32,7% (en HKD) sur l'exercice écoulé.

Sur le **volet obligataire**, l'année 2021 fut assez particulière alors que le segment a subi la surprise inflationniste puis le changement de ton des banques centrales tout au long de l'année. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les instruments à durée plus élevée ont été décevants, la poussée du rendement américain à 10 ans à plus de 1,70% sur ses points hauts ayant pesé sur les performances. Les composantes Crédit quant à elle, que cela soit en Europe ou aux Etats-Unis ont affiché de solides performances positives. La dette émergente quant à elle a particulièrement souffert de la volatilité des devises notamment de la TRY (-40,1% contre EUR) mais également de certains devises sud-américaines.

Du côté des **devises**, le dollar US a mené la danse au sein des devises majeures, se renforçant de +7,4% contre l'EUR. La monnaie unique s'est montrée assez faible sur l'année écoulée, affectée par moments par la situation épidémique mais également par le ton toujours très accommodant utilisé par la BCE. Le JPY a également été en retrait sur l'année écoulée alors que le pays a changé de Premier Ministre et que la situation sanitaire a été longuement compliquée, notamment pendant les Jeux olympiques. Enfin, le CHF a bénéficié de la perte de dynamique cyclique mondiale et de l'inflation élevée, s'ajugeant 4,2% face à l'euro.

En cette fin d'année, plusieurs dossiers continuent d'agiter l'actualité, à commencer par le variant Omicron. La situation se tend également en Ukraine à l'heure où Moscou devient de plus en plus menaçante. Une chose est sûre, la pandémie, la géopolitique (Ukraine, Taiwan) et la politique (élections en France, Brexit) figureront en toile de fond en 2022.

En route pour une nouvelle année ...

PERSPECTIVES 2022

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Deux ans après son émergence, la pandémie conserve un pouvoir de nuisance significatif pour la trajectoire de l'économie mondiale. Les récentes restrictions imposées dans plusieurs pays européens, avant même l'apparition du variant Omicron, l'illustrent malheureusement bien. Tout exercice de prévision comporte implicitement une forme d'hypothèse sous-jacente sur l'évolution sanitaire. Nous tablons sur l'idée que les avancées médicales - sous la forme d'une vaccination plus répandue, y compris de boosters, et de nouveaux traitements antiviraux - ainsi que l'expérience acquise par les agents économiques pour s'adapter à cette nouvelle donne devraient permettre une **normalisation supplémentaire en 2022**. Les perturbations causées par les aléas du virus seraient ainsi plus modérées que lors des premiers épisodes et engendreraient une volatilité et des retards dans la reprise cyclique plutôt que sa remise en cause fondamentale.

Les bases semblent en effet assez solides. En particulier, les **consommateurs** des pays développés bénéficient d'un marché de l'emploi solide et d'un excédent d'épargne accumulé sur les deux dernières années, qui pourrait s'écouler vers les secteurs de services les plus contraints par la pandémie dès qu'une réouverture plus large sera possible. De leur côté, les **entreprises** ont connu un solide rebond des bénéfices et disposent d'un accès généreux au crédit, favorisant les dépenses d'investissement. Une reconstitution des stocks devrait également soutenir la production quand les difficultés d'approvisionnement dans certains secteurs s'apaiseront.

Finalement, malgré une réduction des déficits budgétaires, la **politique fiscale** devrait rester stimulante en s'orientant vers des programmes d'investissement pluriannuels (fonds de reprise européen, plans d'infrastructure US). Même la Chine, qui avait pris un virage restrictif en 2021, semble revenir à des intentions plus accommodantes après le ralentissement sensible de son activité immobilière.

SUR LE SEGMENT DES OBLIGATIONS

Malgré une certaine volatilité de leur parcours, les **taux longs** se sont installés sur une **tendance haussière depuis l'été 2020**. Nous envisageons une **poursuite de ce mouvement**, dictée par la croissance solide, la baisse des taux de chômage, le début de normalisation des taux courts de la part des banques centrales et le dégonflement de leurs programmes d'achats. Les valorisations de départ sont également plutôt chères et pourraient corriger si les incertitudes liées à la pandémie se réduisaient. Selon nous, **l'ampleur de la hausse devrait être modérée** (vers 2.0% sur le 10 ans US et 0.20% pour le Bund allemand), en particulier si la décrue espérée de l'inflation vient rassurer les investisseurs. **Mais cela suffirait à produire des performances attendues légèrement négatives sur les principaux marchés développés, et ce pour la deuxième année d'affilée.**

Au bilan, la **croissance attendue s'inscrirait en ralentissement par rapport au fort rebond de 2021, mais toujours soutenue, au-delà de son rythme de croisière à long terme.**

La principale surprise de l'année écoulée provient de l'ampleur et de la persistance des **pressions inflationnistes**. Parmi leurs multiples causes évoquées plus haut, beaucoup nous semblent directement ou indirectement liées à la situation sanitaire, et ne revêtiraient donc pas un caractère permanent. Nous sommes donc d'avis que **l'inflation devrait ralentir sensiblement dans le courant de 2022, même si le timing et l'ampleur de ce retournement demeurent incertains**. Car au-delà des distorsions actuelles, il faut aussi noter que le rebond économique a été plus rapide et puissant que lors des cycles précédents, avec comme corollaire **un déficit de production qui se comble plus rapidement**. Le risque inflationniste nous semble plus présent aux US qu'en Europe, compte tenu de tensions plus visibles sur les salaires et les loyers.

A la lumière de ces développements, le comportement des **banques centrales** évolue sensiblement. Certains pays émergents ont déjà procédé à des hausses de taux importantes. Dans le monde développé, quelques pionniers ont également amorcé le mouvement (Norvège, Nouvelle-Zélande, Grande-Bretagne). **La Fed n'a pour l'heure fait que réduire le rythme de ses achats d'actifs, mais nous pensons qu'elle relèvera ses taux directeurs à deux reprises en 2022**. Comme souvent, **la BCE et la Banque du Japon seront probablement plus patientes** avec l'arme des taux, mais les paramètres des programmes d'achats d'actifs sont susceptibles d'évoluer l'an prochain.

Il semble donc acquis que le soutien monétaire deviendra moins généreux. Pour autant, cette inflexion ne doit pas s'assimiler à un grand coup de frein. Il s'agit plutôt de quitter progressivement la politique extrême mise en place au plus fort de la crise sanitaire afin de stabiliser les anticipations d'inflation à moyen terme.

Dans ce contexte, **nous privilégierons à nouveau l'investissement sur les marchés du crédit** au sein de la sphère obligataire. Les primes de risque sont historiquement assez faibles mais reflètent logiquement des fondamentaux d'entreprises très solides, avec la reprise des bénéfices, le désendettement et le refinancement des échéances proches à des conditions très favorables. Cette solidité se matérialise également par des taux de défaut extrêmement faibles et l'amélioration des ratings. Sauf mauvaise surprise sur le front de la pandémie ou de l'inflation, **le crédit devrait à nouveau battre les emprunts étatiques et générer des performances modestement positives sur les segments plus risqués. Mais vu la faible marge d'erreur, une attention soutenue restera de mise pour la sélection et la diversification des titres.**

SUR LE SEGMENT DES DEVISES

L'euro a généralement tendance à bien performer en début de cycle, quand une reprise économique s'appuie sur des taux au plancher de manière assez homogène au niveau mondial. Ce phénomène a d'ailleurs pu être observé en seconde moitié de 2020. Mais la fenêtre d'opportunité pour une appréciation supplémentaire de la monnaie unique européenne semble s'être refermée vers la mi-2021, quand le début des vraies surprises inflationnistes a conduit à un durcissement progressif du ton de la Fed. Maintenant que les banques centrales développées commencent à passer à l'action, le **thème de la divergence monétaire** devrait peser sur les

retardataires, parmi lesquels figure la BCE. **La perspective durable d'un creusement des différentiels d'intérêt devrait favoriser le dollar**, d'autant que les rendements négatifs sur une bonne partie de l'univers obligataire de la zone euro agit comme un repoussoir pour bon nombre d'investisseurs. Cela dit, le début du cycle de la Fed est déjà correctement anticipé par le marché, et la valorisation du dollar penche plutôt du côté de la cherté relative, ce qui devrait limiter son potentiel vers un équilibre dans la zone des EUR/USD 1,10. Ceci ne justifie sans doute pas des achats agressifs, mais sans doute des accumulations sur correction, au gré des opportunités.

SUR LE SEGMENTS DES ACTIONS

Que peut encore espérer l'investisseur après ce grand millésime boursier ? Les marchés ont-ils pris trop d'avance sur le cycle des profits ? Les valorisations sont-elles déconnectées des fondamentaux ? Les marges des entreprises ont-elles atteint des sommets alors que les niveaux d'activité sont proches de ceux de 2019, voire les dépassent dans de nombreux secteurs ? Les conditions de liquidité vont-elles continuer de soutenir les prix des actifs ? Le nouveau variant Omicron va-t-il remettre en cause la dynamique de reprise ? Les tensions géopolitiques menacent-elles l'économie mondiale ? Ces questions alimenteront les discussions dans la communauté financière tout au long de l'année 2022, mais il nous apparaît évident que le thème majeur de ce nouvel exercice boursier sera l'inflation, qui déterminera le futur des politiques monétaires.

Pour le moment, la courbe des taux d'intérêt est toujours efficacement pilotée par les banques centrales, soucieuses de ne pas fragiliser les marchés dopés aux liquidités (se souvenir de l'épisode douloureux du 4ème trimestre 2018). La normalisation des politiques monétaires (diminution progressive des programmes de rachat d'actifs) ne devrait donc pas être synonyme de remontée rapide et brutale des taux d'intérêt, du moins à court terme. Certes, la Fed a musclé son discours en reconnaissant que les tensions inflationnistes étaient plus fortes qu'attendu et surtout plus durables, et qu'il était donc opportun de normaliser plus rapidement les conditions financières. Mais celles-ci devraient rester plutôt accommodantes (stabilité de la taille du bilan de la Fed, taux d'intérêt réels toujours négatifs). Du côté de la BCE, qui continue de miser sur le caractère transitoire de l'inflation, c'est la prudence qui continuera de dominer les débats. Pour le moment, l'ancrage des anticipations d'inflation et l'absence de boucle prix-salaires semblent témoigner de la crédibilité des banques centrales, ce dont les bourses devraient profiter.

S'agissant des valorisations des marchés boursiers, **le rendement moyen attendu des excédents de cash-flow**, proche de 5%, sa moyenne historique de long terme, **semble incompatible avec l'idée de bulle, en dehors de poches de survalorisation dans des secteurs clairement identifiés** (technologies vertes, cloud, cryptoactifs...). **Le cycle des profits devrait rester solide en 2022**. Les tensions observées dans les chaînes de valeur, la logistique, le fret, les produits intermédiaires et les matières premières n'ont pas empêché les résultats des entreprises de progresser en 2021 au-delà des attentes du consensus, soutenus par la très **forte demande finale** (levier opérationnel) et les **gains de productivité** qui

permettent de relever les salaires sans menacer la profitabilité des entreprises. Les programmes d'investissements publics et privés qui concernent de nombreux secteurs (énergie, infrastructures, semi-conducteurs, transition numérique, électrification du secteur automobile...) supporteront la croissance économique bien au-delà de 2021. Ces plans d'investissement profitent de la bonne santé financière du secteur privé et des conditions financières favorables qui permettent aux États de financer de grands projets d'infrastructure.

Il reste la question de l'allocation des actifs. Beaucoup dépendra de la trajectoire de l'inflation dans les prochains mois. Le scénario d'une bonne dynamique de l'activité combinée à des pressions inflationnistes un peu plus fortes qu'escompté mais sans dérapage incontrôlé offrirait un cadre idéal pour la trajectoire des profits des entreprises, les banques centrales normalisant progressivement leur politique monétaire. Cette toile de fond est évidemment favorable aux actions en général et plus particulièrement aux secteurs réputés value (financières, énergie, cycliques industrielles, matières premières...) moins pénalisés par l'éventuelle hausse des taux d'intérêt à long terme. Nous ne pouvons toutefois exclure un scénario un peu moins exaltant pour la croissance économique : le consensus s'ajuste à la baisse car Pékin soutient trop mollement son économie, l'impulsion budgétaire américaine est insuffisante, l'impact des prix de l'énergie sur la demande est plus élevé que prévu, les vagues pandémiques successives perturbent l'activité, et pour finir les contraintes de production persistent dans les chaînes de valeur. Dans ce scénario qui n'est a priori pas favorable aux actifs risqués, les autorités monétaires seraient sans doute amenées à freiner le rythme de normalisation de leur politique monétaire, ce qui garantirait des taux d'intérêt réels négatifs pour une plus longue période. Les investisseurs se trouveraient une fois encore face à l'absence d'alternative sérieuse et se verraient contraints d'accorder une place importante aux actions, avec un biais sans doute plus favorable à la thématique croissance, fortement représentée aux États-Unis, et aux valeurs défensives (valeurs technologiques, sociétés pharmaceutiques, services aux collectivités...). Il est toujours un peu tôt pour privilégier un scénario au détriment d'un autre ; beaucoup dépendra des décisions politiques prises à Pékin et à Washington, de l'évolution de la pandémie, et bien sûr de la trajectoire de l'inflation, autant d'incertitudes qui alimenteront la volatilité des marchés. L'investisseur veillera ainsi à **maintenir une bonne diversification géographique et sectorielle dans son portefeuille en évitant les paris trop appuyés**.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.